



11. OKTOBER 2022

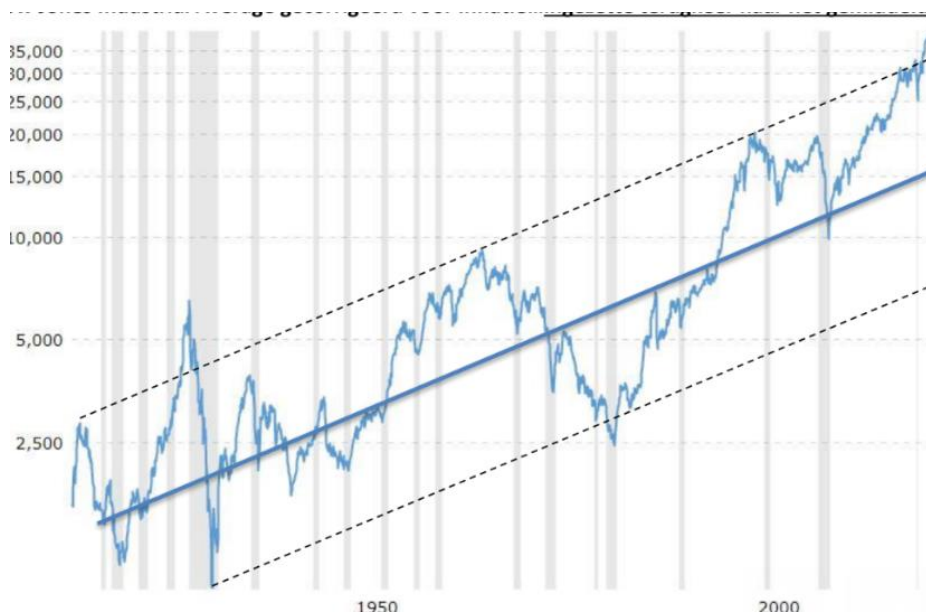
NOTIZEN ZUM III. QUARTAL 2022

Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Markteinschätzungen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Das Anlagejahr schreitet fort und der Hoffnungsschimmer auf ein sonnigeres Anlageklima wird immer kleiner. Nicht zuletzt der hoch geschätzte Billionär und Starinvestor Stanley Druckenmiller sieht den Cocktail von Gegenwinden als so giftig an, dass noch nicht einmal ein Schwarzer Schwan zur Realisierung des negativsten Szenarios für die Kapitalmärkte, eine parallel erfolgende globale Krise in allen Anlagesegmenten, notwendig ist.

Geldpolitische Erleichterungen und eine Null-Zins Politik mit einer wohlmeinenden Inflation kombiniert waren die Basis für eine zehnjährige Aktienhausse, die seinesgleichen sucht. Um z.B. zu der durchschnittlichen, langfristigen Aktienrendite von 7% zurückzukehren, muss mathematisch nach einem solch außerordentlich starken Anstieg ein ebenso großes Extrem auf der Verlustseite auftreten. Das

Schaubild¹ zeigt Ihnen die Entwicklung des Dow Jones Industrial Index mit der blauen Trendlinie von 7% und den jeweiligen Übertreibungen nach oben und nach unten. Nach dieser Leseart sollten wir trotz Erholungsphasen eher noch 12-24 Monate im Korrekturmodus verharren. Und: Ein weiterer Kursverlust in Höhe von 50% (hier als Beispiel der Dow Jones Industrial Index) würde uns „nur“ zum langjährigen Durchschnitt zurückbringen.



Es ist offensichtlich, dass die toxische Mischung von Inflation, Angebotsknappheiten und geopolitischen Spannungen einen starken Dämpfer auf die traditionellen Investments, langfristig gehaltene Aktien und Anleihen, ausübt. Diese Spannungen äußern sich gleichzeitig in krisenhaften Bewegungen wichtiger Währungen, wie dem starken US-Dollar auf der einen Seite und extrem schwächelnden Yen, Britisches Pfund und Yuan auf der anderen. Dennoch ist unser Haus positiv gestimmt, denn alternative Anlagekonzepte können in diesem Umfeld reüssieren. Sie werden in Kombination mit einem aktiven Risikomanagement im Zentrum unserer Strategien stehen. Opportunitäten entstehen in jedem Börsenumfeld!

¹ Charles Nenner Research, Sunday Cycle Charts, 2. Oktober 2022.



Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Die langjährige Ruhe in den Verhältnissen zwischen Volkswirtschaften drückte sich u.a. in gemäßigten Wechselkursen aus. Spannungen in komplexen Finanzsystemen äußern sich seit den 70er Jahren als erstes in Währungsveränderungen. Die Dramatik der Währungsveränderungen in diesem Jahr kann

man am besten an diesem Chart zeigen².

Kapitalmarktexperten gehen davon aus, dass diese Unterschiede i.d.R. eine Folge der Zinspolitik des jeweiligen Staates sind. Damit könnte die Abschwächung des Yen erklärbar sein – und dann wiederum auch nicht, denn der Yen galt immer als ein Zufluchtsort in unsicheren Zeiten. Das komplexe Zusammenspiel einer Vielzahl von Determinanten kann also zu unvorhersehbaren, ungewöhnlichen Entwicklungen führen.

Auf den US-Dollar bezogen sollten sich nicht nur Ereignisse wie eine Energiekrise



(Europa und Teile Asiens), einem instabilen Währungsverbund (Euro) und geopolitischen Verwerfungen in einer ultra-starken Währung äußern, sondern auch der Status der Leitwährung und eine beneidenswerte geographische und wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit.

Nachdenkens-Wert

Zeichen des starken Gegenwindes an den Kapitalmärkten ist auch der rapide Geburtenrückgang der Einhörner, die uns in der Börseneuphorie im Nachgang der Pandemie regelrecht überrannt hatten. Die Ähnlichkeiten mit der Dot-Com Blase ist u.E. frappierend, wenngleich Blasen in unserer jüngsten Vergangenheit nicht nur in einem Segment, sondern in vielen Anlageklassen entstanden. Nicht zuletzt in den globalen Immobilienmärkten.

Die Anpassungsprozesse sind komplex und eine Bereinigung sollte ihre Zeit brauchen.

New unicorn births nosedive in Q3 so far

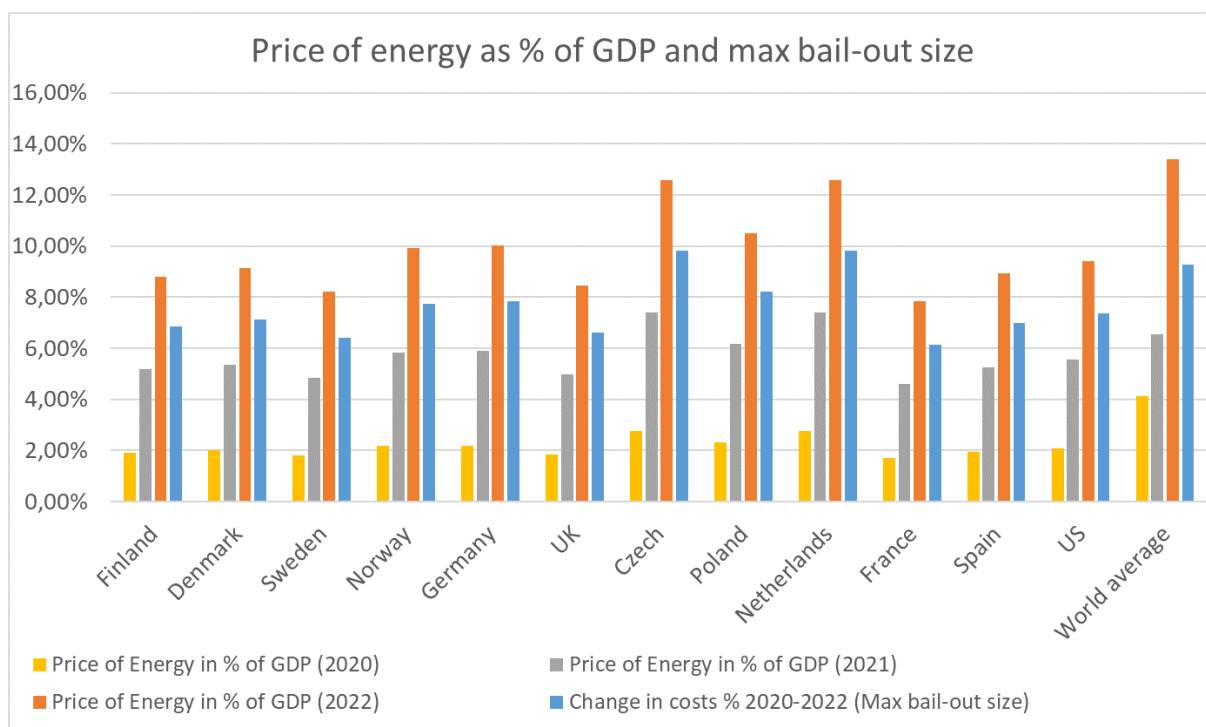


² Via TradingView, J. Mauldin: Thoughts from the Frontline, 1.10.2022.

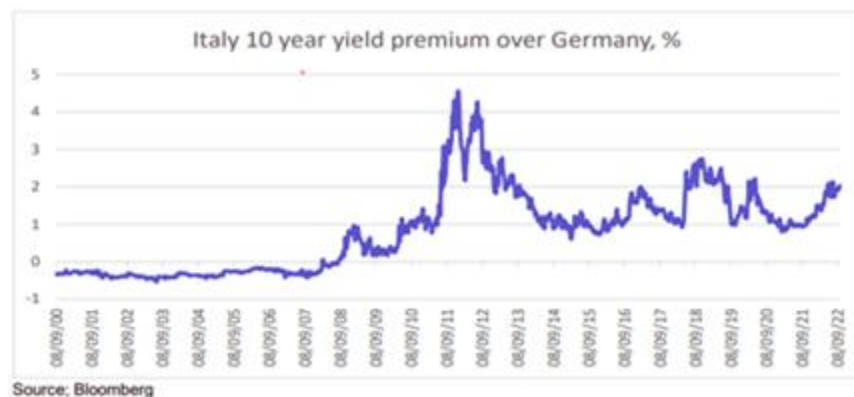


Indikatoren unter Beobachtung

Energie ist der Mittelpunkt unseres Lebens, so dass die astronomischen Preissteigerungen in Europa, beginnend schon im letzten Jahr, große Auswirkungen auf Konsumenten, aber auch Staaten haben. Um Revolutionen zu vermeiden, müssen Regierungen nun Rettungsschirme in Milliardenhöhe über Konsumenten und Unternehmen spannen. Hier³ sehen sie die Preissteigerungen von Strom (orange = 2022) und die maximale fiskale Unterstützung durch das jeweilige Land (blau) im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung. Die Größenordnung im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung ist beeindruckend, nicht zuletzt da alle Länder mit einer historisch hohen Verschuldung kämpfen:



Dies sind keine positiven Zeichen für europäische Staatsanleihen. Schon in der Europäischen Schuldenkrise 2011/12 konnte man den Druck auf den Euro bzw. die Eurozone an dem Zinsaufschlag der italienischen Staatsanleihe im Vergleich zur Rendite der deutschen Bundesanleihe erkennen. Dieser jetzt ansteigende Risikoindikator deutet darauf hin, dass die EZB bald zu einer Umkehr ihrer Zinspolitik gezwungen wird. Weitere Währungsverluste für den Euro könnten dann nicht ausgeschlossen werden.



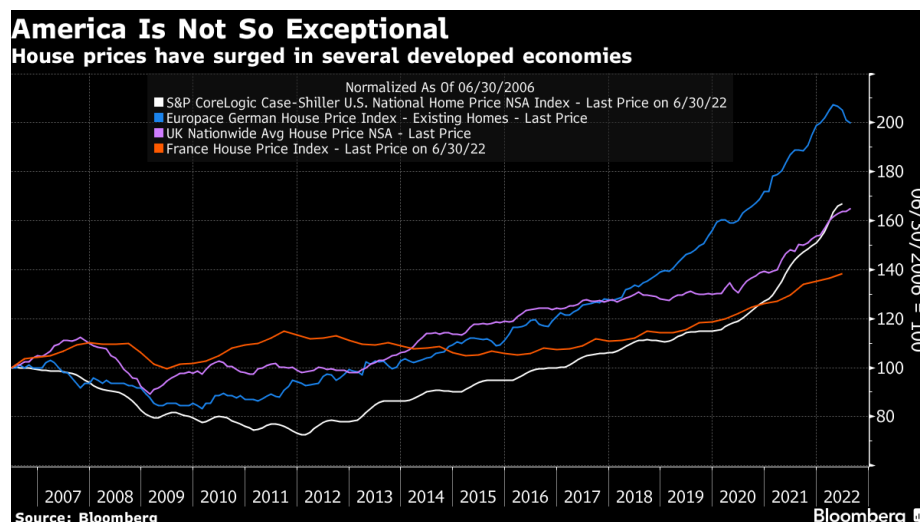
³ Andreas Steno Larsen, StenoSignals #16, 2.10.2022.



Indikatoren unter Beobachtung II

Mit Werteblassen in vielen Anlageklassen sind Anleger insbesondere seit 2020 konfrontiert. Man möchte sogar behaupten, dass überdimensionale, der Realität wegeilende Preise fast die Normalität waren. Natürlich fragt man sich, wie eine Rückkehr in die Normalität von Bewertungen aussehen kann. D.h. was die Zukunft für die verschiedenen Anlageklassen bringt. Dabei ist eine Betrachtung der Vergangenheit aufschlussreich, da Investments mit den stärksten Preissteigerungen i.d.R. auch die höchsten Wertverluste in Korrekturphasen aufweisen.

Hier sehen Sie einen Vergleich der Immobilienpreise (Wohnimmobilien), bei der die deutsche Entwicklung



seit 2018 (blau) die Wertentwicklung seiner europäischen Nachbarn (rot = Frankreich, lila = England), aber auch die Preise in den USA weit in den Schatten gestellt hat. Nachdem die Immobilienpreise in den letzten Jahren für die Mittelschicht und die jüngere Generation unerschwinglich wurden, könnte eine anhaltende

Preiskorrektur den Immobilienmarkt wieder demokratisieren.

Indikatoren unter Beobachtung III

Dass der US-Aktienmarkt derzeit noch eine Insel der Glückseligen ist, sieht man an der schon länger unglücklichen Entwicklung der globalen Märkte ex US-Aktien. Harte Zeiten sind in der Tat angebrochen für alles, was nicht US-amerikanisch zu sein scheint. Interessant daran ist, dass der chinesische Aktienmarkt bis 2020 sich weitaus besser entwickelte als das amerikanische Gegenstück.

Auch hier wiederum stellt sich die Frage nach der Kontinuität oder ggfs. einer etwas anderen Entwicklung. Bedeutet dies im Umkehrschluß, dass die amerikanischen Märkte per Saldo stärker fallen sollten als der Rest der Welt? Und wenn, sollte es da nicht die Generäle des Marktes, wie Microsoft, Tesla und Amazon, besonders treffen? Wir dürfen gespannt sein.

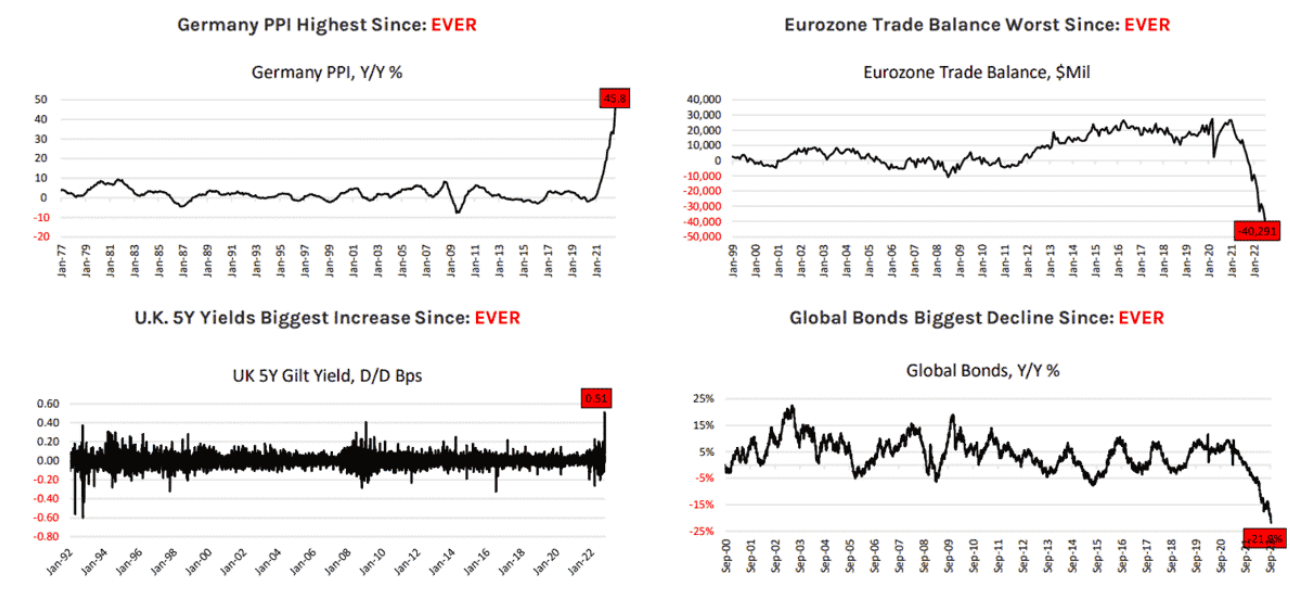
Warum unsere derzeitige Situation voraussichtlich nur ein Zwischenschritt in den jetzigen Korrekturbewegungen ist, erläutern wir in ‚Märkte und Einschätzungen‘.





Indikatoren unter Beobachtung IV

Wirtschaft und Kapitalmärkte sind global aus den verschiedensten Gründen starken Spannungen unterworfen. Schauen Sie sich hier einige Indikatoren an, die beiden oberen aus der Wirtschaft (deutsche Produzentenpreise und die europäische Handelsbilanz) und die beiden unteren aus den Zins- bzw. Anleihemärkten (englische Staatsanleihen und globale Anleihen)⁴:



Denken wir an eine Sprungfeder, sollten wir bei einer Auflösung dieser Spannungen noch mit einigen weiteren, ungewöhnlichen Entwicklungen rechnen können.

Märkte und Einschätzungen

Wir sind derzeit mit einer komplizierten Gemengelage konfrontiert, die weit über eine übliche Rezession hinausgeht. Eine seit Jahrzehnten nicht dagewesene Unsicherheit in den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und die stark steigende Inflation motivieren Notenbanken und Regierungen zu ungewöhnlichen Maßnahmen. Diese sollen nicht zuletzt auch eine Veränderung bestehender Strukturen im jeweiligen Land unterstützen. Der neue Protektionismus hat aber durch bestehende globale und technologische Abhängigkeiten seine Grenzen – und beeinflusst schnell andere Volkswirtschaften.

Ein länger andauerndes, negatives Wirtschaftsumfeld auf globaler Ebene ist heute absehbar. China wird diesmal, anders als in der letzten Finanzkrise, nicht als weißer Ritter zur Rettung der Weltwirtschaft kommen können und wollen. Die jetzigen Dynamiken sollten andauern, solange weltpolitisch keine außerordentlichen Entscheidungen getroffen werden. Ob der nächste G-20 Gipfel Mitte November andere Voraussetzungen schafft, muss abgewartet werden.

Eine Vielzahl von systemischen Herausforderungen unterhöhlt historische Regeln in der Vermögensanlage und potenziert die wirtschaftliche Unsicherheit, die teils aus den Sondereffekten der vergangenen 30 Monaten und teils aus der sich seit Jahre andeutenden Energiekrise resultiert. Signifikant ist ein globaler Wirtschaftskrieg, der am 10. Oktober mit einem verschärften US-Ausfuhrverbot von Halbleitern an China eine Intensivierung andeutet. Global bedeutsam sind gleichzeitig die aus einer veränderten Politik herrührenden Unsicherheiten der chinesischen Wirtschaft. Nicht zuletzt leidet Europa stark

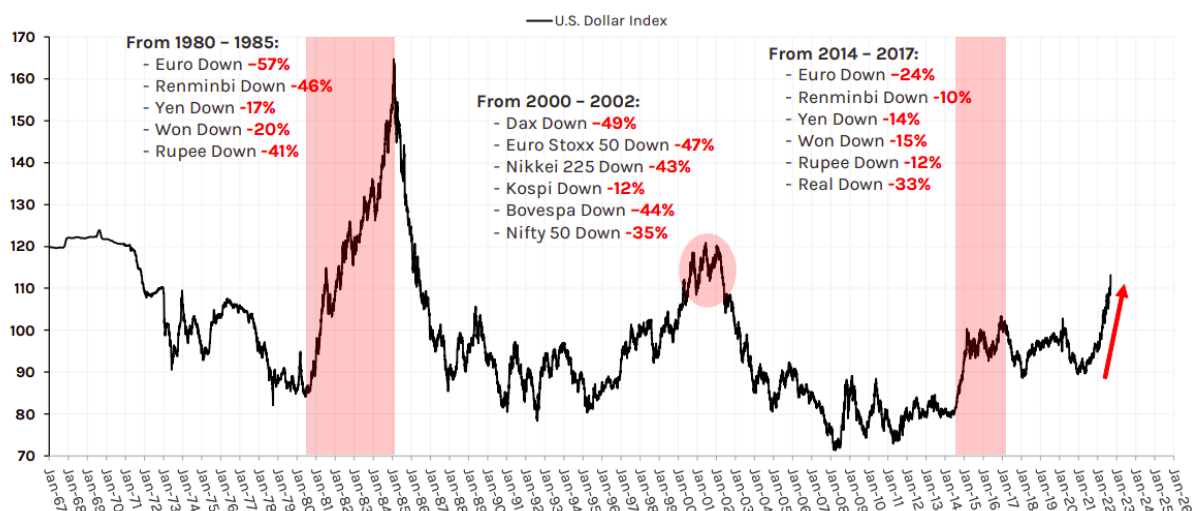
⁴ Quelle: Hedeye Risk Management, Okt. 2022.



an den abrupten Störungen in seinen Beziehungen zu seinen wichtigen Partnern China und Russland und kämpft zudem mit hausgemachten Problemen in vielen Mitgliedsstaaten.

Fest steht, dass die Stärke des US-Dollar in Zeichen vermehrter Unsicherheiten fast Programm hat. Betrachtet man die folgende Graphik⁵, sind die Auswirkungen auf Währungen und Märkte nicht zu unterschätzen. Und danach sind wir gerade am Anfang dieser Entwicklung.

The Dollar accounts for 96% of trade invoices in the Americas, 74% in Asia-Pacific, 23% in Europe, and 79% in the Rest of the World



Das Wesentliche

Die Oberfläche an den Kapitalmärkten ist noch intakt, auch wenn wir darunter extreme Bewegungen in allen Anlageklassen feststellen: Währungen in ungeahnten Preisaktionen, Aktienmärkte in starkem Korrekturmodus, Zinsentwicklungen in Panikmodus (englische Staatsanleihen und tägliche Renditeauschläge auf breiter Front). Das globale Finanzsystem ist derzeit höchst instabil. Gleichzeitig sollten die schmelzenden Unternehmensgewinne in der Mehrzahl der Branchen die Aktienbewertungen weiter unter Druck setzen.

Diese Anpassungsprozesse in einem instabilen Umfeld brauchen Zeit und sollten weiter starke Preisveränderungen mit sich ziehen. Risikomanagement und Kapitalerhalt muss daher zentral im Fokus stehen. Die ungewöhnliche Kombination der Spannungen macht anschaulich, dass eine unkonventionelle Portfolioaufstellung und schnelle, flexible Umstellungen notwendig sind. Unser Haus geht davon aus, dass die nächsten Wochen zeigen sollten, ob und wie sich diese erste Phase eines längeren Adjustierungsprozesses für alle Investments auflösen wird. Wir freuen uns darauf.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH

Renia Costello

⁵ Hedgeye Risk Management, The Early Look, 10.10.2020.